

К. Противоречия глобализации (факты, анализ, гипотезы) / К. Соколов // Персонал. – К.: «Межрегиональная Академия управления персоналом», 2004. – Вып.3. – С.15-27. **11.** Сорос Дж. О глобализации / Пер. С. англ. А. Башкиров - М.: Эксмо, 2004. – С. 682. **12.** Экспорт и импорт Украины по годам [Электронный ресурс] / Официальный сайт Статистического комитета СНГ. – Режим доступа: <http://www.cisstat.com/> **13.** Robertson R. Mapping the Global Condition: Globalization as the Central Concept // Global Culture. Ed. by M. Featherstone. London, 1990. – С. 15-31.

Надійшла до редколегії 21.08.2012

УДК 330.142.2

О.Б. НИКИТЮК, к.т.н., Украинская инженерно-педагогическая академия, Харьков

ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНОЙ СТОИМОСТИ КРУПНЫХ УКРАИНСКИХ КОМПАНИЙ И ФАКТОРОВ ЕЕ РОСТА

Представлены стратегические модели исследования в основу которых заложены методики оценки стоимости нематериальных активов, разработанные консалтинговыми агентствами, специализирующимися на оценке интеллектуального капитала компаний-клиентов.

Ключевые слова: управление стоимостью компании, интеллектуальный капитал, стейкхолдеры, устойчивые конкурентные преимущества, ценностное предложение, интеллектуальная стоимость, добавленная стоимость компании, стратегические модели изменений, качество роста, долгосрочное стратегическое развитие.

Представлені стратегічні моделі дослідження в основу яких закладені методики оцінки вартості нематеріальних активів, розроблені консалтинговими агентствами, що спеціалізуються на оцінці інтелектуального капіталу компаній-клієнтів.

Ключові слова: управління вартістю компанії, інтелектуальний капітал, стейкхолдери, стійкі конкурентні переваги, ціннісна пропозиція, інтелектуальна вартість, додана вартість компанії, стратегічні моделі змін, якість зростання, довгостроковий стратегічний розвиток.

Presents strategic research model in which basis the methodology for assessing the value of intangible assets developed by consultancies, specializing in the evaluation of intellectual capital of client companies.

Keywords: management, intellectual capital, стейкхолдери, steady competitive edges, valued suggestion, intellectual cost, valueadded of company, strategic models of changes, quality of height, long-term strategic development, the cost of company.

Введение. В последнее время на украинском рынке получила широкое распространение концепция управления стоимостью компании (УСК). В ее основе лежит принцип создания и управления стоимостью компании в интересах ее акционеров. Управление стоимостью обеспечивается за счет поэтапного решения конфликта интересов в так называемой проблеме

© О.Б. Никитюк, 2012

«принципал-агент», где принципалом выступает собственник компании, а агентом – топ-менеджмент. Стоит отметить, что включение групп внутренних и внешних стейкхолдеров значительно усложняет анализ процесса УСК, и, тем не менее, именно такой анализ соответствует современным стратегическим тенденциям. Стратегические модели изменений крупнейших компаний становятся при этом контекстными, т.е. зависимыми от состояния многочисленных ключевых компонент. Стоимость как итоговый результат реализации постоянных стратегических изменений компании преобразовывается в интеллектуальный параметр, определяемый многоуровневой комбинацией взаимодействия всех внутренних и внешних стейкхолдеров.

Постановка задачи. В статье ставятся и решаются следующие задачи:

- предпринять попытку рассмотреть базовые элементы концепции управления интеллектуальной стоимостью (УИС);
- провести исследование интеллектуальной стоимости (ИС) крупных украинских компаний на долгосрочном временном горизонте;
- описать результаты оценки степени влияния различных факторов в процессе создания ИС.

Методология. Научными методами, использованными при написании статьи, следует считать сбор, комплексный анализ при оценке интеллектуального капитала (ИК) компаний с учетом модификации базовой концепции анализа и систематизации информации о процессах УСК.

В последнее время на украинском рынке получила широкое распространение концепция УСК. В ее основе лежит принцип создания и УСК в интересах ее акционеров. Согласно этой концепции, топ-менеджеры выделяют ключевые факторы, ими топ-менеджеры впоследствии могут управлять в целях создания дополнительной, или добавленной стоимости компании (ДСК). С точки зрения практического использования, концепция дает возможность сделать итоговые цели компании управляемыми. С точки зрения академического сообщества, указанная концепция дает возможность разрешить конфликт интересов в так называемой проблеме «принципал-агент», где принципалом выступает собственник компании, а агентом – топ-менеджмент [4].

Так, в отсутствие конфликта интересов в рамках классической экономической теории фирма представляет собой «черный ящик», на входе в который есть ресурсы, а на выходе – конечный продукт. Сам процесс производства конечного продукта (технология производства, набор конкурентных преимуществ фирмы) неизвестен внешним сторонам (всем ее контрагентам). Однако современная теория фирмы, которая учитывает условия хозяйствования в новой экономике знаний, меняющуюся управленческую парадигму, дает возможность с фундаментальной точки зрения исследовать процесс управления стоимостью, т.е. оценить внутренний механизм работы фирмы с точки зрения собственников.

В основе современной управленческой парадигмы лежит принцип создания и УСК в интересах ее стейкхолдеров – преимущественно акционеров. При этом мало кто из исследователей действительно выделяет и показывает, что конечный результат процесса управления компанией и ее стоимостью определяется взаимодействием групп внутренних и внешних стейкхолдеров, а не собственника и менеджера в отдельности.

Стоит отметить, что включение групп внутренних и внешних стейкхолдеров значительно усложняет анализ процесса УСК. Так, помимо менеджмента необходимо также рассматривать интересы ключевых групп сотрудников, обладающих специфическими или ключевыми знаниями для компании и, вероятно, именно из-за таких компетенций не входящих в управленческий аппарат, но при этом составляющих основу для поддержания уникальности бизнес-модели той или иной компании. Сложность такого расширенного анализа также обуславливается постоянным изменением среды и условий хозяйствования фирмы. Таким образом, необходимость «выжить» в высококонкурентных условиях заставляет компанию модифицировать и концепцию УСК в условиях постоянных изменений. Стратегические модели изменений крупнейших компаний становятся при этом контекстными, т.е. зависимыми от состояния многочисленных ключевых компонентов [1].

Стоимость, как итоговый результат реализации постоянных стратегических изменений компании, преобразовывается в интеллектуальный параметр, определяемый многоуровневой комбинацией взаимодействия всех внутренних и внешних стейкхолдеров.

Данная статья представляет собой описание результатов исследования ИС крупных украинских компаний, а также описание результатов оценки степени влияния различных факторов на процесс создания ИС.

Соотношение понятий «интеллектуальная стоимость компании» и «интеллектуальный капитал компании»

С начала 2000-х годов (рубежным этапом стал крах корпорации Enron вследствие обнаружения факта фальсификации данных бухгалтерской отчетности на протяжении нескольких отчетных периодов) крупные компании, как международные, так и украинские, стали стремиться к более полному раскрытию информации для своих стейкхолдеров (в первую очередь инвесторов). Т.е. в дополнение к публикуемой финансовой отчетности стали составляться отчеты, которые характеризовали бы качественные и количественные параметры деятельности компании, не отражаемые в ее бухгалтерской отчетности.

Основная проблема бухгалтерской отчетности – консервативность и неспособность адекватно предоставлять информацию о быстроизменяющихся в стоимости активах, а также неполное раскрытие информации о таких активах [3, 4].

Как правило, в большинстве случаев дополнительно публикуемые компанией отчеты относятся к раскрытию информации о ее нематериальных активах (НМА) (и могут быть посвящены, в том числе, описанию правил учета отдельных видов НМА, сроков амортизации отдельных групп НМА). Тем не менее все большую популярность приобретают так называемые отчеты об ИК [5].

Предполагается, что данные отчеты призваны снизить риски инвесторов, так как по сравнению со стандартной отчетностью раскрывают значительно большее количество релевантной информации.

Исследование, которое легло в основу статьи, сфокусировано на оценке влияния факторов, являющихся компонентами ИК компании и влияющих на долгосрочное создание ее стоимости. Понятие ИК само по себе шире, чем понятие НМА компании (т.е. ИК включает в себя НМА, но помимо этого отражает также другие ключевые качественные характеристики, описывающие текущее состояние компании и позволяющие оценить ее будущий потенциал развития) [5].

Итак, под ИК понимается совокупность ключевых качественных, нематериальных по своему назначению характеристик компании; т.е. эти характеристики могут иметь стоимостное выражение, но их основное назначение – качественное и долгосрочное влияние на процесс функционирования компании. Это совокупность накопленных компанией знаний и навыков ее сотрудников, которые в целом составляют выражение созданного в компании конкурентного преимущества, тех характеристик, которые отличают конкретную компанию от других компаний, работающих в той же отрасли. При этом отметим, что речь идет именно о компетенциях, дающих возможность иметь конкурентное преимущество и обеспечивать отличительное ценностное предложение; в значительно меньшей степени уделяется внимание корневым компетенциям, обеспечивающим саму возможность работать в целом в данной отрасли.

Под ИС понимается стоимость, созданная преимущественно за счет внутренней интеграции компонентов ИК.

При этом доопределим, что данная стоимость систематически наблюдаема внешними стейкхолдерами. Также отметим, что внешними стейкхолдерами в свою очередь наблюдаема и добавленная стоимость (ДС), т.е. превышение капитализации активов над балансовой оценкой.

В качестве индикатора ИС в статье введен расчетный показатель интеллектуальной добавленной стоимости (ИДС).

Данный индикатор рассчитывается как разница между рыночной и балансовой стоимостью собственного капитала компании (рыночной капитализацией ее обыкновенных акций и балансовой стоимостью собственного капитала). Расчетная разница позволяет на значительном временном интервале показать превышение долгосрочной капитализации над балансовой стоимостью, что дает возможность не принимать во внимание

кратковременные внешние спекулятивные реакции, опосредованно показав количественную оценку эффективности внутренних процессов, которую наблюдают внешние стейкхолдеры.

Особенно отметим целесообразность оценки именно капитализации собственного капитала.

Учитывая результаты исследования капитализации долга крупных украинских компаний в статье Байбуриной Э.Р., Ивашковской И.В. [2], можем предположить, что политика определения структуры капитала в рамках концепции УИС стоимостью характеризуется часто в значительной степени решениями, не всегда ориентированными на долгосрочный рост и развитие компании. Данный эффект, требует отдельного анализа с внедрением новых исследовательских методик, что не входит в цели данной статьи.

С учетом представленных выше аргументов можно отметить, что существует два укрупненных подхода к оценке информации о деятельности компании с целью составления прогноза относительно ее будущего долгосрочного развития (и соответственно два подхода к измерению ДСК): концепция анализа показателей бухгалтерской отчетности и собственно стоимостная концепция [3]. При этом концепция анализа и УИС является модификацией базовой концепции анализа и УСК в условиях современных динамических изменений.

Анализ компонентов накопленного компанией ИК может служить мерой оценки риска компании (риска отклонения будущих фактических результатов ее деятельности, в том числе финансовых, от ожидаемых).

Исследование интеллектуальной добавленной стоимости крупных украинских компаний

Результаты эмпирического исследования могут служить направлением для анализа конкретных компаний как внутренними стейкхолдерами (менеджерами) – с целью УСК, так и внешними (инвесторами) – с целью осуществления финансовых вложений, например, в ценные бумаги компании.

Чтобы выявить основные факторы долгосрочного роста ИС компании, проследим связь между ростом рыночной стоимости акционерного капитала компании и изменением во времени значений факторов разных групп (фундаментальных характеристик деятельности компании и компонентов ее ИК).

В основе модели исследования лежат методики, разработанные консалтинговыми агентствами, специализирующимися на оценке ИК компаний-клиентов: «Скандиа Навигатор» «Селеми Монитор» – и методы оценки стоимости НМА, разработанные Карлом Эриком Свайби.

Примеры факторов, составляющих компоненты ИК, используемые в рамках указанных методик для оценки ИК различных компаний, представлены ниже на рис. 1.

Ввиду того что публикаций, посвященных анализу компонентов ИК крупных украинских компаний и выявлению факторов долгосрочного роста их стоимости существует не много, результаты проведенного исследования представляют собой интерес как с теоретической, так и с практической точек зрения.

Предполагалось определить зависимость рассматриваемой в описываемом исследовании в качестве индикатора ДС переменной от набора объясняющих переменных:

- ИДС (зависимая переменная);
- фундаментальные факторы (группа объясняющих переменных, характеризующих фундаментальные факторы роста стоимости компании);
- компоненты ИК (группа объясняющих переменных, характеризующих компоненты ИК).

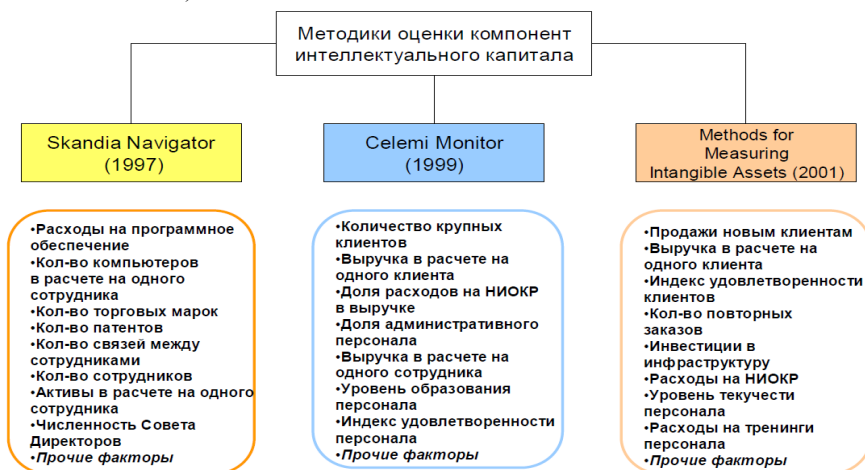


Рис. 1 - Примеры факторов оценки компонент интеллектуального капитала, предложенные наиболее известными консалтинговыми компаниями, специализирующимися в этой области

В качестве фундаментальных характеристик, влияющих на создание ДСК, рассматриваются следующие факторы:

- балансовая стоимость активов компании;
- рентабельность активов;
- цены на нефть;
- соотношение собственного и заемного капитала.

Согласно классификации компонентов ИК, предложенной исследователями Ивашковской И.В. и Байбуриной Э.Р. [2], были выделены следующие компоненты: человеческий, процессный, клиентский, инновационный, сетевой виды капитала. При этом сформированные субкомпоненты (компоненты второго уровня ИК) в вышеуказанном

исследовании были видоизменены в следующие группы факторов, согласно целям данного исследования, как показано на рис. 2.

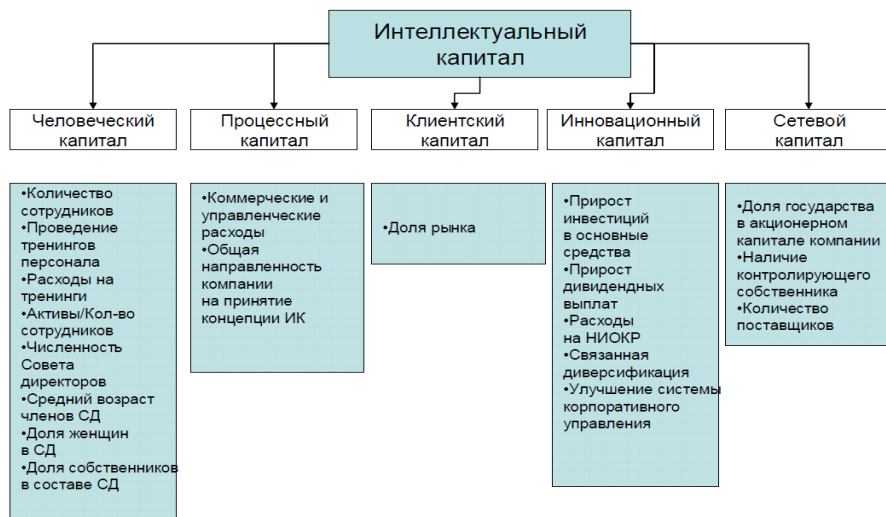


Рис. 2 - Факторы компонент интеллектуального капитала, выбранные для проведения исследования

В качестве инструментария для проведения исследования использовался множественный регрессионный анализ. Наиболее подходящая зависимость – линейная, поэтому в данном случае применялась модель множественной линейной регрессии.

Так как накопление ИК компании представляет собой длительный процесс и его результаты могут быть оценены на долгосрочном временном горизонте, предпосылки проводимого исследования были сформулированы следующим образом:

- оценивается информация о деятельности крупных украинских компаний, акции которых котируются в том числе на украинских фондовых биржах (на фондовой бирже «Українська біржа» и Украинской межбанковской валютной бирже); т.е. информация о деятельности выбранных компаний публична (подлежит обязательному раскрытию) и может быть оценена потенциальными инвесторами и другими внешними заинтересованными сторонами;
- период котирования ценных бумаг на указанных торговых площадках составляет минимум 5 лет (т.е. акции компаний котируются на украинских биржах с 2006 года).

Результаты исследования. Наибольший вклад вносят, согласно результатам исследования, расходы на тренинги персонала, факт наличия

контролирующего собственника, сумма активов в расчете на одного сотрудника, факт роста дивидендных выплат, прирост капитальных вложений. Следует отдельно охарактеризовать результаты, полученные по каждому из наиболее значимых факторов.

1. Фундаментальные переменные Фактор ROA (рентабельность активов, значим на 7,5% уровне значимости) – один из основных финансовых факторов деятельности компании, на который инвесторы обращают внимание в первую очередь. Исследование построено на анализе долгосрочного периода времени, на котором спекулятивные колебания нивелируются. Факт того, что переменная, отражающая уровень цен на нефть, не вошла в итоговую модель исследования, является хорошим показателем того, что переменные, оставшиеся в модели, отражают долгосрочные тенденции развития компании, а не конъюнктурные колебания рыночной стоимости акционерного капитала.

2. Компоненты интеллектуального капитала

Человеческий капитал – большинство компаний выборки демонстрирует готовность (и принимают меры для этого) инвестировать в развитие сотрудников посредством финансирования процесса их обучения и роста. Инновационный капитал – фактор (расходы на капитальные вложения, значим на 2,5%-ном уровне значимости) характеризует систему действий руководства компании (менеджеров) по наращиванию (созданию) активов посредством увеличения инвестиций в основные фонды предприятия; отражает потенциальную способность фирмы к проведению инноваций.

Процессный капитал – степень влияния фактора (коммерческие и управленческие расходы), меньше, чем влияние дивидендных выплат. Сумма отраженных в каждом отчетном периоде коммерческих и управленческих расходов косвенно свидетельствует об усилиях компании, направленных на стимулирование продаж готовой продукции, а также вознаграждение работы ее топ-менеджеров. В большинстве случаев «привязка» идет к приросту стоимости компании в отчетном периоде на указанную в контракте с менеджером величину (по сравнению со стоимостью на дату подписания договора).

Сетевой капитал – влияние фактора (наличие контролирующего собственника) положительно – это может объясняться следующими причинами: устойчивостью курса политики, проводимой главным собственником компании; его повышенной заинтересованностью в успешном развитии компании; формированием собственником успешной команды топ-менеджеров; отслеживанием текущих результатов деятельности компании, своевременным выявлением тенденций развития компании.

Вывод.

Данная статья представляет собой описание результатов исследования ИС крупных украинских компаний, а также описание результатов оценки степени влияния различных факторов роста на процесс создания ИС. Под ИС

понимается созданная преимущественно за счет внутренней интеграции компонентов ИК. При этом, эта стоимость систематически наблюдаемая внешними стейкхолдерами.

Набор факторов для проведения исследования составлялся таким образом, чтобы вся информация была доступна потенциальным инвесторам компании. Расширение набора факторов для проведения всестороннего анализа позволит выявить новые закономерности, влияющие на процесс создания стоимости компании в долгосрочном периоде. Набор факторов, включенных в модель, может быть дополнен при наличии новых и альтернативных источников информации о компаниях.

По прошествии некоторого промежутка времени будет накоплен большой массив официальной информации о украинских компаниях, в том числе о компаниях выборки данного исследования. Соответственно добавление новых факторов в модель и расширение объема собранных панельных данных открывает возможности для дальнейшего исследования контекстных моделей долгосрочного стратегического развития компаний и создаваемой таким образом ИС компании.

Список литературы: 1. Байбурина Э.Р. Методы анализа интеллектуального капитала для современного устойчивого развития компании //Электронный журнал «Корпоративные финансы». – 2007. – № 3. – С. 54–68. 2. Байбурина Э.Р., Иваишкова И.В. Роль интеллектуального капитала в создании стоимости российских компаний // Вестник Финансовой Академии. – 2007. – № 4. С. 72–88. 3. Джинг Донг, Минг Ю. Перевод Пирогова Н.К. Система корпоративного управления, дискреционная власть менеджмента и инвестиции компаний в НИОКР: эмпирическое исследование на примере Китая //Электронный журнал «Корпоративные финансы». – 2007. – № 4. – С. 34–44. 4. Иваишкова И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. – 2004. – № 4. – С. 113–132. 5. Яненко В.К. Достаточно ли для инвесторов информации о нематериальных активах, содержащейся в финансовой отчетности? //Вестник Финансовой Академии. – 2008. – № 1. – С. 116–120.

Надійшла до редколегії 21.08.2012